

M31 (6643 TT) M31

短期營運表現低於預期 不改變長線趨勢

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$1150.0

收盤價 (2024/08/08) : NT\$826.0
隱含漲幅 : 39.2%

營收組成 (2Q24)

授權金 83.6%、權利金 16.4%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	1150.0	1550.0
2024年營收 (NT\$/十億)	1.9	2.0
2024年EPS	13.0	16.5

交易資料表

市值	NT\$34,530百萬元
外資持股比率	15.5%
董監持股比率	21.9%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$68.06
負債比	20.7%
ESG評級 (Sustainalytics)	-- (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	1,360	1,612	1,948	2,405
營業利益	368	447	546	865
稅後純益	379	435	542	770
EPS (元)	9.07	10.43	12.97	18.42
EPS YoY (%)	49.8	15.0	24.3	42.1
本益比 (倍)	91.1	79.2	63.7	44.8
股價淨值比 (倍)	14.1	14.0	12.1	10.2
ROE (%)	22.0	22.2	23.1	27.5
現金殖利率 (%)	1.0%	1.0%	0.9%	1.1%
現金股利 (元)	8.00	8.00	7.30	9.08

陳娟娟

Chuanchuan.Chen@yuanta.com

李子承

Aaron.Li@Yuanta.com

元大觀點

◆ 2Q24 EPS 2.63 元，低於預期。2H24 fabless 恢復開案動能、晶圓廠稼動率回升及新技術平台挹注，展望轉趨樂觀。

◆ 隨著 IC 設計複雜度/效能要求/先進製程/封裝演進、CSP 自研晶片 IP 委外趨勢及國外大廠淡出 Foundation 等，推升中長期營運動能。

◆ 下修 2024/25 年獲利 5%/6%，係因北美 IDM 案推遲，近期股價回檔，投資價值浮現，維持買進，2025 年 EPS、目標本益比 65 倍。

2Q24 EPS 2.63 元，低於預期 9%，2H24 營運動能轉強

2Q24 營收分別季增 26%、年增 24%，營收略低於預期 6%，主因為北美客戶訂單遞延；費用季減 5%，使得 OPM 由上季 0.9%提升至 24.9%。業外匯兌挹注 1100 萬元，本季 EPS 2.63 元，獲利分別低於元大預期 9%/優於市場預期 13%。7 月營收 MoM、YoY 分別下滑 22%、17%，仍受到北美客戶、海外晶圓廠訂單遞延認列，但預計 3Q24 前有機會入帳，因而我們預估營收 QoQ 成長 27%、EPS 3.95 元/季增 50%。

FinFET 新製程平台有明顯斬獲，2024 全年營收佔比>5 成

2Q24 營收結構授權金:權利金 84:16，其中晶圓廠授權金來自 12-16nm FinFET 以下佔比大幅提升至 75%，主要受惠更多搭載 AI、5G、IOT 晶片導入。成熟製程 N22~28 公司佈局完整，來自中國客戶基礎元件、特殊製程開案動能強勁，營收佔比達 23%。Fabless 高速介面 IP 以 22~28nm 為大宗，但在 AI/HPC/車用 ADAS 應用推升下，往 3~6nm 做效能優化，佔比約 24%。公司預估 2024 年整體 FinFET 營收佔比>5 成。

先進製程 IP 供應商減少、市場需求擴張，展望不看淡

展望 2024 年大客戶 Foundation IP 委外開發持續由 12-16nm FinFET，進一步延伸至更先進製程及其他晶圓廠，2H24 將與二大晶圓廠客戶、北美晶片廠進入 2nm IP 開發。北美 IDM 新製程平台開案受到晶片規格評估時間拉長，開案進度緩慢，然美系 CSP 開案需求積極，可望挹注 2H24 營收。先進製程來自 Fabless 包括車用、手機、儲存、資料中心對高速傳輸介面規格的升級需求強勁，其中車用已切入全球最大電動車供應鏈。中長期受到關鍵對手退出供應鏈，先進製程 IP 供應商變少，但先進製程平台擴張、IP 委外開發趨勢，公司市佔率仍有提升空間。最新預估 2024/25 年 EPS 為 12.97/18.42 元，分別年增 24%/42%，下修 5%/6%，主要排除北美 IDM 廠貢獻預估。

營運分析

2Q24 整體財報低於預期，2H24 營運動能轉強

2Q24 營收季增 26%/年增 24%至 4.29 億元，營收略低於預期 6%，主因為北美客戶訂單遞延；營業利益約 1.07 億元，季增 3842%/年增 22%，低於本中心預期 8%/優於市場預期 7%；費用季減 5%，使營業利益率季增 24.1/年減 0.3 個百分點至 24.9%，低於本中心預期 0.6/優於市場預期 1.8 個百分點；業外匯兌挹注 1100 萬元，EPS 季增 162%/年增 11%至 2.63 元，低於本中心預期 9%/優於市場預期 13%。

7 月營收 MoM、YoY 分別下滑 22%、17%，仍受到北美客戶、海外晶圓廠訂單遞延認列，但預計 3Q24 前有機會入帳，因而本中心預估 3Q24 營收季增 27%/年增 26%至 5.46 億元；營業利益 1.86 億元，季增 74%/年增 27%；營業利益率 34.1%，季增 9.2/年增 0.3 個百分點；EPS 季增 50%/年增 7%至 3.95 元。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	348	342	429	25.5%	23.5%	456	434	-5.8%	-1.1%
營業毛利	348	342	429	25.5%	23.5%	456	434	-5.8%	-1.1%
營業利益	87	3	107	3841.5%	22.2%	116	100	-8.0%	6.7%
稅前利益	114	54	126	134.7%	10.3%	141	113	-10.5%	11.6%
稅後淨利	99	42	110	161.9%	11.1%	121	97	-9.1%	13.2%
調整後 EPS (元)	2.37	1.00	2.63	161.9%	11.1%	2.89	2.32	-9.1%	13.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	0.0	0.0	100.0%	100.0%	0.0	0.0
營業利益率	25.1%	0.8%	24.9%	24.1	-0.3	25.4%	23.0%	-0.6	1.8
稅後純益率	28.5%	12.3%	25.6%	13.3	-2.8	26.5%	22.4%	-0.9	3.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

*股本已調整為最新稀釋後股本

圖 2：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	432	429	546	27.2%	26.2%	546	529	0.0%	3.2%
營業毛利	432	429	546	27.2%	26.2%	546	529	0.0%	3.2%
營業利益	146	107	186	74.3%	27.4%	186	168	0.0%	11.0%
稅前利益	181	126	194	53.8%	7.1%	194	180	0.0%	8.1%
稅後淨利	154	110	165	50.0%	7.1%	165	155	0.0%	6.3%
調整後 EPS (元)	3.68	2.63	3.95	50.0%	7.1%	3.95	3.71	0.0%	6.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	0.0	0.0	100.0%	100.0%	0.0	0.0
營業利益率	33.7%	24.9%	34.1%	9.2	0.3	34.1%	31.7%	0.0	2.4
稅後純益率	35.6%	25.6%	30.2%	4.6	-5.4	30.2%	29.4%	0.0	0.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

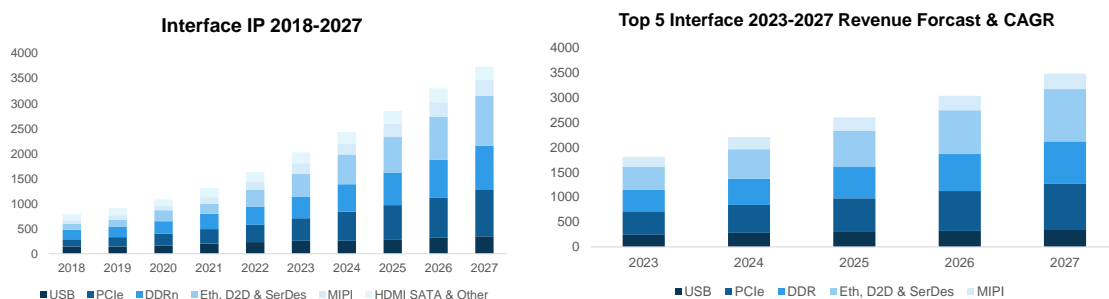
FinFET 新製程平台有明顯斬獲，2024 全年營收佔比>5 成

2Q24 營收結構授權金:權利金 84:16，其中晶圓廠授權金來自 12-16nm FinFET 以下佔比大幅提升至 75%，主要受惠更多搭載 AI、5G、IOT 晶片導入。成熟製程 N22~28 公司佈局完整，來自中國客戶基礎元件、特殊製程開案動能強勁，營收佔比達 23%。Fabless 高速介面 IP 以 22~28nm 為大宗，但在 AI/HPC/車用 ADAS 應用推升下，往 3~6nm 做效能優化，佔比約 24%。公司預估 2024 年整體 FinFET 營收佔比>5 成。

先進製程 IP 供應商減少、市場需求擴張，展望不看淡

展望 2024 年大客戶 Foundation IP 委外開發持續由 12-16nm FinFET，進一步延伸至更先進製程及其他晶圓廠，2H24 將與二大 foundry 客戶、北美晶片廠進入 2nm IP 開發。北美 IDM 新製程平台開案受到晶片規格評估時間拉長，開案進度緩慢，然美系 CSP 開案需求積極，可望挹注 2H24 營收。先進製程來自 Fabless 包括車用、手機、儲存、資料中心對高速傳輸介面規格的升級需求強勁，其中車用已切入全球最大電動車供應鏈。中長期受到關鍵對手退出供應鏈，先進製程 IP 供應商變少，但先進製程平台擴張、IP 委外開發趨勢，公司市佔率仍有提升空間。最新預估 2024/25 年 EPS 分別為 12.97/18.42 元，下修 5%/6%，主要排除北美 IDM 廠貢獻預估。

圖 3：高速介面 IP 市場規模將以年複合成長率 18.6%成長



資料來源：IP Nest、元大投顧

根據 IP Nest 預估，2021~2026 年高速傳輸 Interface IP 產業 CAGR 將達 18%，本中心認為 M31 在大客戶 foundation IP 委外開發由特殊製程轉進 FinFET 具指標性意義，預期未來在來自新增北美大型 foundry 客戶新平台開發、北美 IC/IP 客戶委外開發、製程持續往 16nm 以下推升、車用平台新案導入等挹注下，營運槓桿效益可望逐步發酵。

產業概況

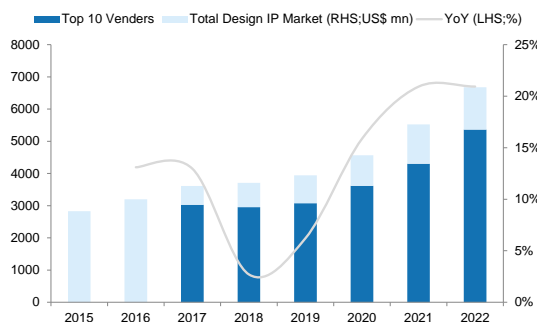
晶片性能要求日益嚴苛，IC 設計產業專業分工，矽智財有助簡化複雜設計流程

矽智財 (Silicon IP) 指的是 IC 設計所使用的智慧財產權，是一種是先定義、經過驗證、可重複使用的電路設計模組。IC 設計商在開發新晶片時可直接向 IP 設計業者購買部分功能 (多為標準化功能)，省去從頭到尾自行研發的功夫，使 IC 設計產業進一步專業分工，從而達成降低開發成本、加速晶片開發、提升生產良率等效益。在台股方面，M31 (6643；買進) 主要授權基礎元件、高速介面、類比 IP，晶心科 (6533；持有) 主要授權嵌入式微處理器 IP，力旺 (3529；持有) 則以授權嵌入式非揮發性記憶體 IP 為主。

根據 IP Nest 研究，未來 5 年高速介面 IP 市場規模將以年複合成長率 18.6% 成長。在 IP 市場中，前五大廠商市占率約 7 成，前十大廠商約占 8 成，顯現整體產業集中度高。目前全球市場以 ARM 的市占率達約 4 成最高，主因 ARM 的 IP 廣泛應用於行動裝置 AP 等領域，而 Synopsys、Cadence 則為 IP 百貨公司，市占率分別約 20%、6%，其 IP 類型涵蓋 Processor、Memory、Library、I/O、Digital 等所有應用。各台系矽智財業者在全球市占率僅約 1-2%，但大中華地區為全球半導體晶圓代工重鎮，台積電、世界、聯電、中芯等代工廠全球市占超過 60%，對台系純 IP 公司的業務開發來說具優勢，且台系 IP 廠商相較於歐美大廠，可提供客製化及更為立即服務，預期未來市占率仍有提升空間。

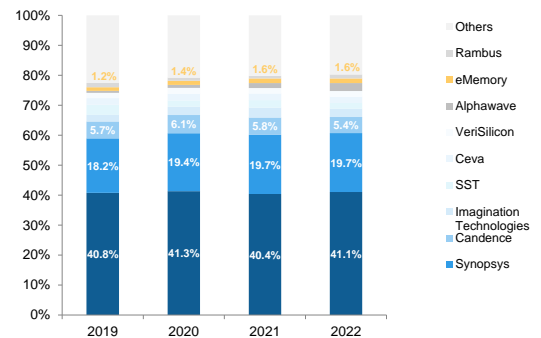
矽智財業者營收主要可分為授權金 (Licensing)、權利金 (Royalty) 兩種，其中授權金為初次授權 IP 予晶圓代工廠或 IC 設計業者的費用，權利金則為產品量產後所收取的 IP 使用費，以晶圓出貨價格乘上固定比例計算。整體而言，權利金收入高低取決於產品量產狀況、過去累積的設計授權數量、晶圓出貨價格變化等，當前的權利金收入多取決於多年前業者於新 IP 設計授權的努力，廠商累積的 IP 數量越多則越有機會獲 IC 設計商採用，進而在未來帶來穩定的權利金現金流。

圖 4：2015-22 年全球矽智財市場



資料來源：IP Nest、WSTS、元大投顧整理

圖 5：2019-22 年全球 IP 廠商市占



資料來源：IP Nest、WSTS、元大投顧整理

獲利調整與股票評價

長期投資價值浮現，維持買進，目標本益比 65 倍

本中心最新預估公司 2024/25 年 EPS 分別為 12.97/18.42 元，下修 5%/6%，係因 2Q24 財報低於預期 9%，及針對 Intel 新製程平台推出時程遞延，因而排除相關的假設基礎，公司預估 2024 年費用年增則維持 20~25%、2025 年收斂至 10%。以 2024/25 年預估獲利換算本益比分別為 64/45 倍，其中公司 2025 年本益比落於近一年本益比區間 45~90 倍中下緣，高於國內同業 2025 年平均本益比 39 倍、約同等於國外同業 2025 年平均本益比 46 倍。

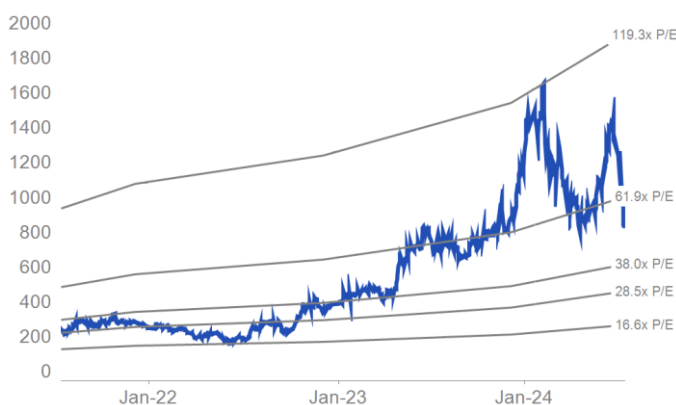
中長線產業趨勢正確，並且經過長時間 IP 平台建置數量的累積及產品線完備，ARM 退出 Foundation 市場，公司為少數有能力供應先進製程 IP 廠商，然先進製程平台持續擴張、IP 委外需求強勁，公司站在有利位置，市佔率仍有成長空間，估計 2024 年先進製程營收貢獻>5 成，中長期可望發揮更大的營運槓桿效果及最佳的成長性。惟近期受到總體環境不確定性升高，景氣復甦力道偏弱，投資氛圍轉差，尤其對高 PE 的個股，加上公司營收表現亦受到認列時程推遲，使得股價回檔近 5 成，然長期成長趨勢不變。投資評等維持「買進」，65 倍本益比、2025 年 EPS，推得目標價 1150 元。

圖 6：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	1,948	1,995	2,405	2,519	-2.3%	-4.5%
營業毛利	1,948	1,995	2,405	2,519	-2.3%	-4.5%
營業利益	546	576	865	929	-5.1%	-6.9%
稅前利益	633	668	897	961	-5.2%	-6.7%
稅後淨利	542	571	770	816	-5.1%	-5.6%
調整後 EPS (元)	12.97	13.66	18.42	19.52	-5.1%	-5.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0	0.0
營業利益率	28.0%	28.9%	36.0%	36.9%	-0.8	-0.9
稅後純益率	27.8%	28.6%	32.0%	32.4%	-0.8	-0.4

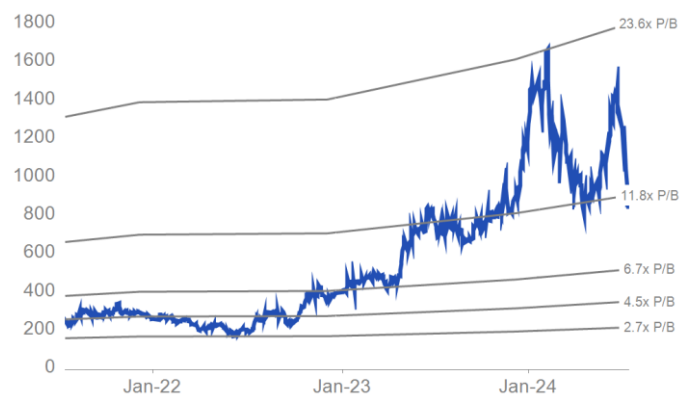
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 7：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 9：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
M31	6643 TT	買進	826.0	1,046	10.43	12.97	18.42	79.2	63.7	44.8	15.0	24.3	42.1
國外													
ARM	ARM US	未評等	107.1	141,885	0.5	1.2	1.5	209.7	89.3	69.6	(22.5)	134.9	28.3
Synopsys	SNPS US	未評等	490.0	82,622	7.9	8.9	15.6	61.8	55.0	31.3	23.2	12.4	75.5
Cadence	CDNS US	未評等	250.3	80,457	3.9	5.9	6.8	64.8	42.5	36.9	23.5	52.4	15.1
國外平均					4.1	5.3	8.0	112.1	62.2	45.9	8.1	66.6	39.6
國內													
智原	3035 TT	持有-超越同業	262.5	3,548	6.1	5.2	7.4	43.0	50.3	35.4	(38.2)	(14.5)	42.0
創意	3443 TT	買進	998.0	7,324	26.2	27.7	36.7	38.1	36.1	27.2	(5.4)	5.7	32.7
力旺	3529 TT	買進	2230.0	6,291	19.8	27.0	31.1	112.8	82.7	71.7	(8.6)	36.4	15.3
世芯-KY	3661 TT	未評等	2190.0	9,035	45.5	75.0	107.3	48.2	29.2	20.4	77.0	65.0	43.0
國內平均					24.4	33.7	45.6	60.5	49.6	38.7	6.2	23.2	33.2

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 10：季度及年度簡明損益表 (合併)

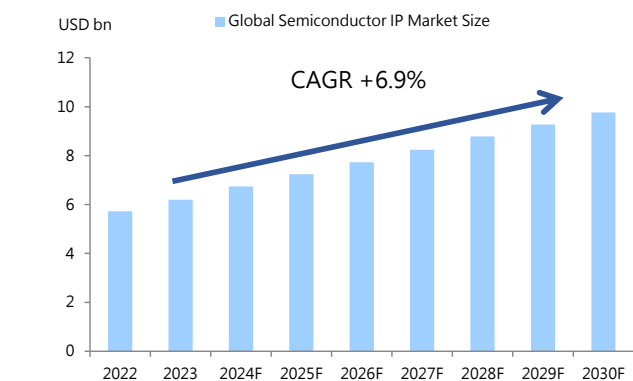
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	342	429	546	631	454	518	650	783	1,948	2,405
銷貨成本	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
營業毛利	342	429	546	631	454	518	650	783	1,948	2,405
營業費用	(339)	(323)	(360)	(380)	(350)	(370)	(400)	(420)	(1,402)	(1,540)
營業利益	3	107	186	251	104	148	250	363	546	865
業外利益	51	19	8	8	8	8	8	8	87	32
稅前純益	54	126	194	259	112	156	258	371	633	897
所得稅費用	(11)	(16)	(29)	(34)	(25)	(20)	(36)	(46)	(91)	(127)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	42	110	165	225	87	136	222	325	542	770
調整後每股盈餘(NT\$)	1.00	2.63	3.95	5.38	2.08	3.25	5.31	7.78	12.97	18.42
調整後加權平均股數(百萬股)	42	42	42	42	42	42	42	42	35	35
重要比率										
營業毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
營業利益率	0.8%	24.9%	34.1%	39.8%	22.9%	28.6%	38.5%	46.4%	28.1%	36.0%
稅前純益率	15.7%	29.4%	35.5%	41.1%	24.7%	30.1%	39.7%	47.4%	32.5%	37.3%
稅後純益率	12.4%	25.6%	30.2%	35.7%	19.2%	26.3%	34.2%	41.5%	27.8%	32.0%
有效所得稅率	21.3%	12.7%	14.9%	13.1%	22.3%	12.8%	14.0%	12.4%	14.4%	14.2%
季增率(%)										
營業收入	-34.1%	25.4%	27.3%	15.6%	-28.1%	14.1%	25.5%	20.5%		
營業利益	-98.4%	3848.3%	73.8%	34.9%	-58.6%	42.3%	68.9%	45.2%		
稅後純益	-62.6%	160.0%	50.0%	36.4%	-61.3%	56.3%	63.2%	46.4%		
調整後每股盈餘	-62.8%	161.9%	50.0%	36.4%	-61.3%	56.3%	63.2%	46.4%		
年增率(%)										
營業收入	9.3%	23.3%	26.2%	21.6%	32.7%	20.7%	19.0%	24.1%	20.8%	23.5%
營業利益	-93.9%	22.5%	27.4%	48.9%	3737.6%	38.3%	34.4%	44.6%	22.3%	58.4%
稅後純益	-39.6%	11.7%	7.4%	99.1%	105.6%	23.6%	34.5%	44.4%	24.5%	42.1%
調整後每股盈餘	-40.0%	11.1%	7.1%	99.1%	107.1%	23.6%	34.5%	44.4%	24.3%	42.1%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

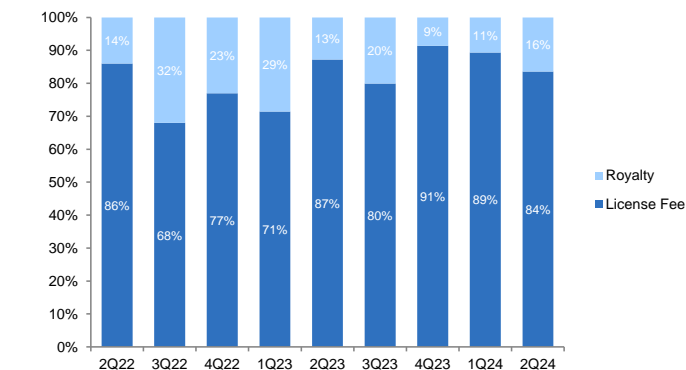
円星科技 (M31 Technology Corporation) 於 2011 年成立，營運總部位於台灣新竹，是專業的矽智財 (Silicon Intellectual Property) 開發商。円星科技具備矽智財、積體電路設計以及設計自動化領域的經驗，主要產品包括高速介面矽智財設計如 USB、MIPI、PCIe、SATA 等，以及基礎矽智財如元件庫 (cell library) 設計與記憶體設計 (memory design)。

圖 11：全球 IP 市場規模及成長預估



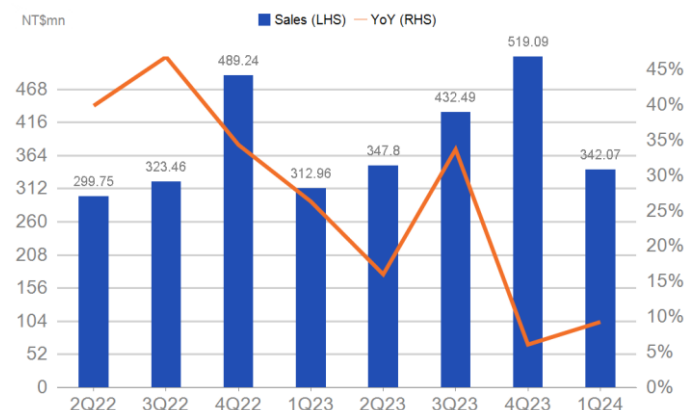
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：營收組成



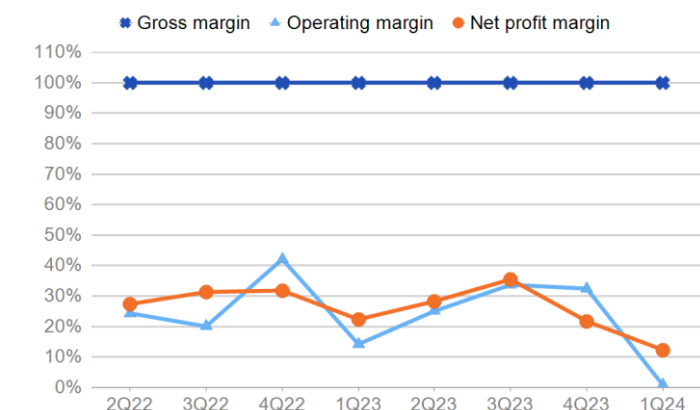
資料來源：公司資料

圖 13：營收趨勢



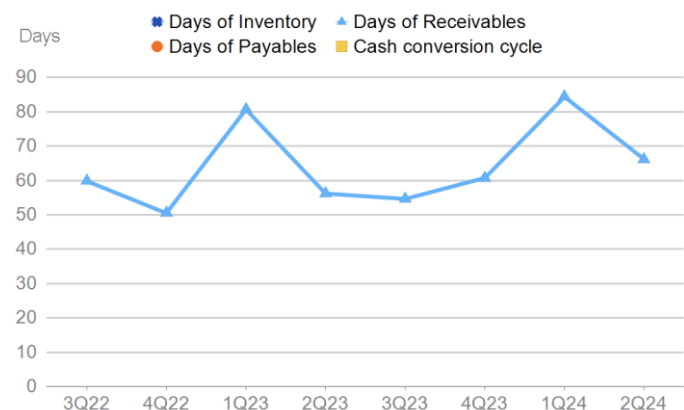
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：毛利率、營益率、淨利率



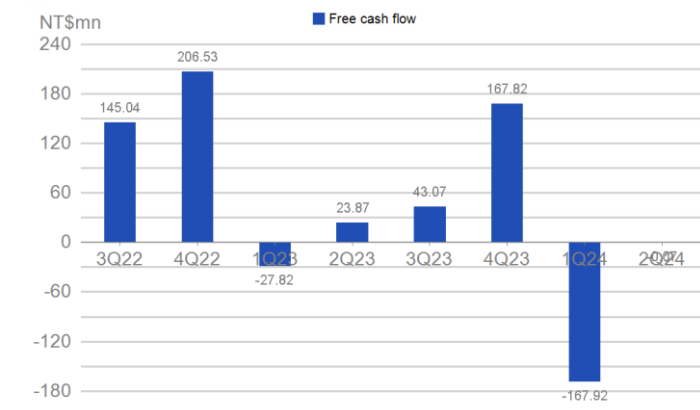
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	307	547	849	930	1,392
存貨	0	0	0	0	0
應收帳款及票據	319	325	374	587	586
其他流動資產	506	787	431	431	431
流動資產	1,132	1,659	1,654	1,949	2,409
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	674	571	562	555	548
無形資產	8	11	12	12	12
其他非流動資產	122	126	169	169	169
非流動資產	805	708	742	736	729
資產總額	1,937	2,367	2,397	2,685	3,138
應付帳款及票據	6	2	5	5	5
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	264	503	321	321	321
流動負債	270	505	326	326	326
長期借款	83	0	0	0	0
其他負債及準備	0	5	8	8	8
長期負債	83	5	8	8	8
負債總額	353	510	334	334	334
股本	316	317	348	348	348
資本公積	728	756	750	750	750
保留盈餘	640	825	976	1,264	1,718
什項權益	(100)	(41)	(12)	(12)	(12)
歸屬母公司之權益	1,584	1,857	2,063	2,351	2,804
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	1,584	1,857	2,063	2,351	2,804

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	253	379	435	542	770
折舊及攤提	40	47	49	43	43
本期營運資金變動	(65)	(11)	(54)	(213)	1
其他營業資產 及負債變動	(4)	236	(189)	0	0
營運活動之現金流量	225	652	241	371	814
資本支出	(531)	(31)	(34)	(36)	(36)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	218	(155)	366	0	0
投資活動之現金流量	(314)	(186)	332	(36)	(36)
股本變動	3	1	32	0	0
本期負債變動	89	(89)	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(249)	(198)	(254)	(254)	(316)
其他調整數	23	55	(37)	0	0
融資活動之現金流量	(134)	(232)	(259)	(254)	(316)
匯率影響數	3	5	(12)	0	0
本期產生現金流量	(220)	239	302	81	462
自由現金流量	(307)	621	207	336	778

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	1,012	1,360	1,612	1,948	2,405
銷貨成本	0	0	0	0	0
營業毛利	1,012	1,360	1,612	1,948	2,405
營業費用	(699)	(992)	(1,166)	(1,402)	(1,540)
推銷費用	(54)	(73)	(100)	(124)	(113)
研究費用	(542)	(814)	(939)	(1,115)	(1,263)
管理費用	(100)	(106)	(125)	(151)	(164)
其他費用	(4)	0	(2)	(13)	0
營業利益	313	368	447	546	865
利息收入	1	10	30	32	32
利息費用	(2)	0	0	0	0
利息收入淨額	(1)	10	29	32	32
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(18)	69	(8)	40	0
其他業外收入(支出)淨額	0	(4)	46	14	0
稅前純益	294	443	513	633	897
所得稅費用	(41)	(64)	(78)	(91)	(127)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	253	379	435	542	770
稅前息前折舊攤銷前淨利	336	491	563	589	908
調整後每股盈餘 (NT\$)	6.05	9.07	10.43	12.97	18.42

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	3.2	34.4	18.5	20.8	23.5
營業利益	(25.2)	17.6	21.4	22.3	58.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	(19.8)	46.1	14.7	4.7	54.2
稅後純益	(21.6)	50.1	14.7	24.5	42.1
調整後每股盈餘	(40.9)	49.8	15.0	24.3	42.1
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
營業利益率	30.9	27.1	27.7	28.1	36.0
稅前息前淨利率	28.8	32.6	31.8	28.1	36.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	33.2	36.1	34.9	30.2	37.7
稅前純益率	29.0	32.6	31.8	32.5	37.3
稅後純益率	25.0	27.9	27.0	27.8	32.0
資產報酬率	13.7	17.6	18.3	20.2	24.5
股東權益報酬率	16.3	22.0	22.2	23.1	27.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	22.3	27.5	16.2	14.2	11.9
淨負債權益比(%)	(14.1)	(29.4)	(41.2)	(39.6)	(49.6)
利息保障倍數 (倍)	153.4	1745.6	1510.8	0	0
流動比率 (%)	419.9	328.5	507.3	597.7	738.9
速動比率 (%)	407.9	317.2	493.8	597.7	738.9
淨負債 (NT\$百萬元)	(224)	(547)	(849)	(930)	(1,392)
調整後每股淨值 (NT\$)	50.11	58.59	59.11	68.06	81.20
評價指標 (倍)					
本益比	136.5	91.1	79.2	63.7	44.8
股價自由現金流量比	-	46.0	137.8	85.0	36.7
股價淨值比	16.5	14.1	14.0	12.1	10.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨	84.9	58.1	50.7	48.4	31.4
股價營收比	28.2	21.0	17.7	14.6	11.9

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

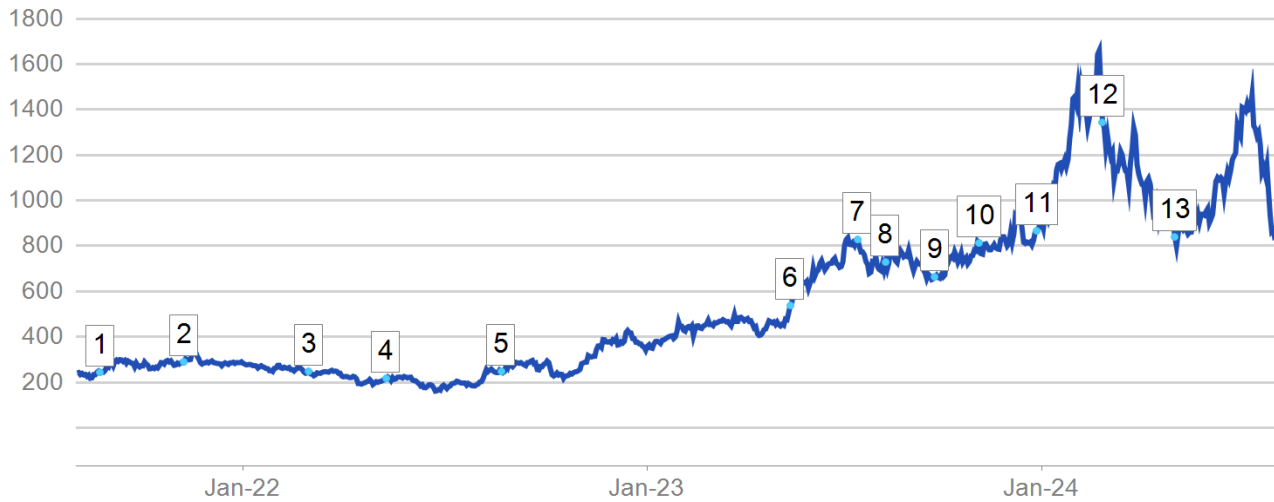
附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

M31 (6643 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210827	342.00	400.00	292.19	買進	陳娟娟
2	20211111	391.00	450.00	328.72	買進	陳娟娟
3	20220310	331.00	390.00	284.89	買進	陳娟娟
4	20220519	288.50	350.00	255.67	買進	陳娟娟
5	20220826	317.50	400.00	298.83	買進	陳娟娟
6	20230524	678.00	780.00	582.72	買進	陳娟娟
7	20230724	997.00	1160.00	960.43	買進	陳娟娟
8	20230817	838.00	1050.00	869.36	買進	陳娟娟
9	20230928	792.00	1050.00	869.36	買進	陳娟娟
10	20231109	984.00	1150.00	952.15	買進	陳娟娟
11	20231228	1045.00	1300.00	1076.35	買進	陳娟娟
12	20240306	1805.00	2050.00	1697.31	買進	陳娟娟
13	20240510	1095.00	1550.00	1283.33	買進	陳娟娟

資料來源：CMoney、元大投顧
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.